

REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES
UNIDAD DE NORMATIVA Y ASUNTOS INTERNACIONALES

(UNIT STANDARDS AND INTERNATIONAL AFFAIRS)

MEMORANDUM

UNAI- 0010 -2012


Para: Celia Ana Bravo
Dirección de Administración y Finanzas

cc: Elizabeth M. De Puy F.
Unidad de Normativa y Asuntos Internacionales.

Mariela Villa.
Oficial de Recursos Humanos.

Asunto: Informe de Misión Oficial a Costa Rica-
Taller Reunión sobre los sistemas de Registro, Tenencia,
Compensación y Liquidación de Valores Mobiliarios.

Fecha: 15 de mayo de 2012.



A handwritten signature in black ink, followed by the date '15/5/2012' written vertically.

El propósito del presente informe, más de servir como un reporte sobre todo lo conversado y discutido en el Primer Taller sobre los Sistemas de Registro, Tenencia, Compensación y Liquidación de Valores Mobiliarios, debe servir como un documento de referencia o guía rápida en relación con los distintos sistemas que existen en los países de América Latina.

En primera instancia se desea agradecer y felicitar al Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores (IIMV) por la iniciativa, coordinación y nivel de compromiso manifestado en el presente proyecto, el cual ha quedado como un precedente en la doctrina relacionada con los sistemas de registro, tenencia, compensación y liquidación de valores mobiliarios. La no existencia en la doctrina nacional o internacional de un documento, libro o informe de referencia hacía más difícil el estudio, comparación, tendencia y nuevos retos que afrontan los sistemas de éste tipo, así el documento que hoy nos convoca está llamado a ser un documento de referencia obligada a todos los estudiosos del tema.

- **Temas Desarrollados:**

- 1. Sistemas de Representación y Tenencia de Valores Mobiliarios.**

Así nos permitimos abordar el primer tema de importancia en la Jornada, en relación con los distintos Sistemas de Representación y Tenencia de Valores Mobiliarios a cargo del Prof. Garcíamartin.

El Prof. Garcíamartin nos explica las distintas fases que existen una vez que son transados los valores, así tendremos una fase de post-contratación y las estructuras que aseguran que dicha contratación tenga real validez sobre el resto de los potenciales inversionistas. Tendremos de esta forma, distintas formas de representación de los valores:

- a. La Representación Cartular vs. La Representación Contable,
- b. Títulos Nominativos vs. Títulos al Portador,
- c. Forma de Representación Comparativa
- d. Estructuras Registrales

El tratamiento jurídico o la validez legal es otro tema de gran relevancia ya que de esto dependerá el nacimiento o no de un derecho de propiedad o bursátil que tenga el tenedor de la inversión.

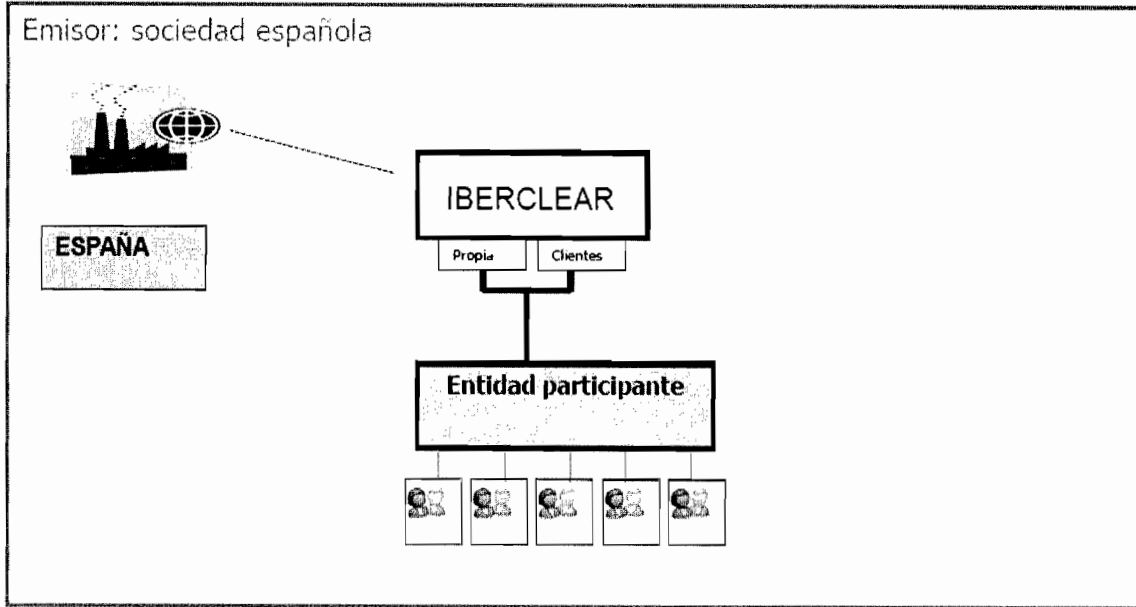
- **Formas en cómo se encuentran representados los valores:**

Una de las formas más usuales de representación, en tiempos pasados, y que encontramos aún en algunos países iberoamericanos es la representación cartular y la representación contable, este tipo de representación guarda la característica de que incorpora un derecho de crédito a un título físico y por consiguiente tiene sus consecuencias en el mundo jurídico.

En otras jurisdicciones éste tipo de representación tuvo su evolución por la llamada "crisis del papel", es decir que éstos tipos de títulos eran imposible de manejar por el volumen que esto conllevaba, por consiguiente se tomó la dirección de evolucionar a lo que llamamos la inmovilización y la desmaterialización de los títulos.

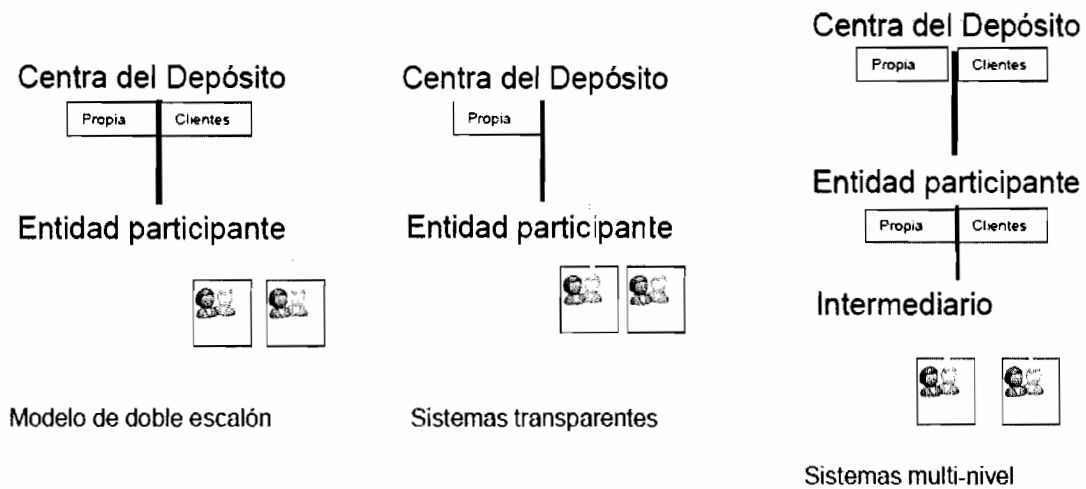
Así la tendencia a nivel internacional es a la completa desmaterialización, y todo lo que esto conlleva, teniendo como vital las características de la constitución, la circulación de los valores mobiliarios, y la legitimación de los mismos ante el mercado de valores en las distintas jurisdicciones en donde sean negociados.

A continuación se procede a mostrar el modelo utilizado tanto en España sobre las Anotaciones en Cuenta:



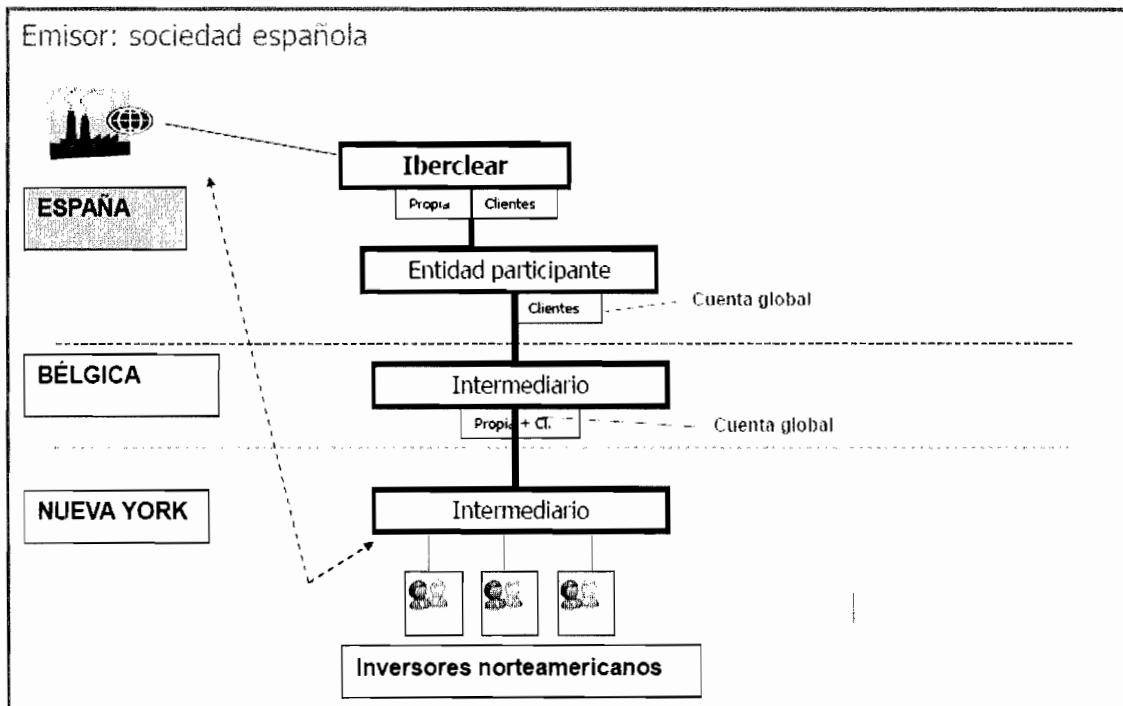
Por otro lado cabe señalar, los distintos modelos principales vigentes y que rigen todo el sistema de registro, tenencia, compensación y liquidación de los valores mobiliarios en los países de Iberoamérica:

Estructuras registrales: tres modelos principales

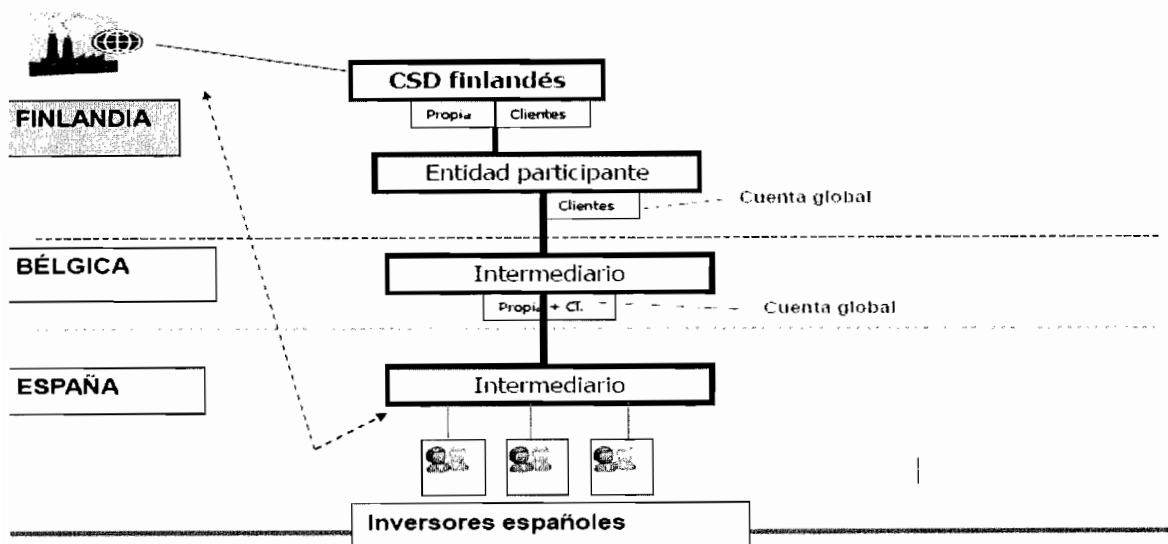


Los sistemas arriba mostrados, en donde se grafican el Modelo de Doble Escalón, los Sistemas denominados como transparentes, y los sistemas multinivel, son los tres grandes sistemas que en la actualidad rigen el sistema, por otro lado a nivel del tema de post-contratación y la estructuras en que éstos descansa, el mercado de

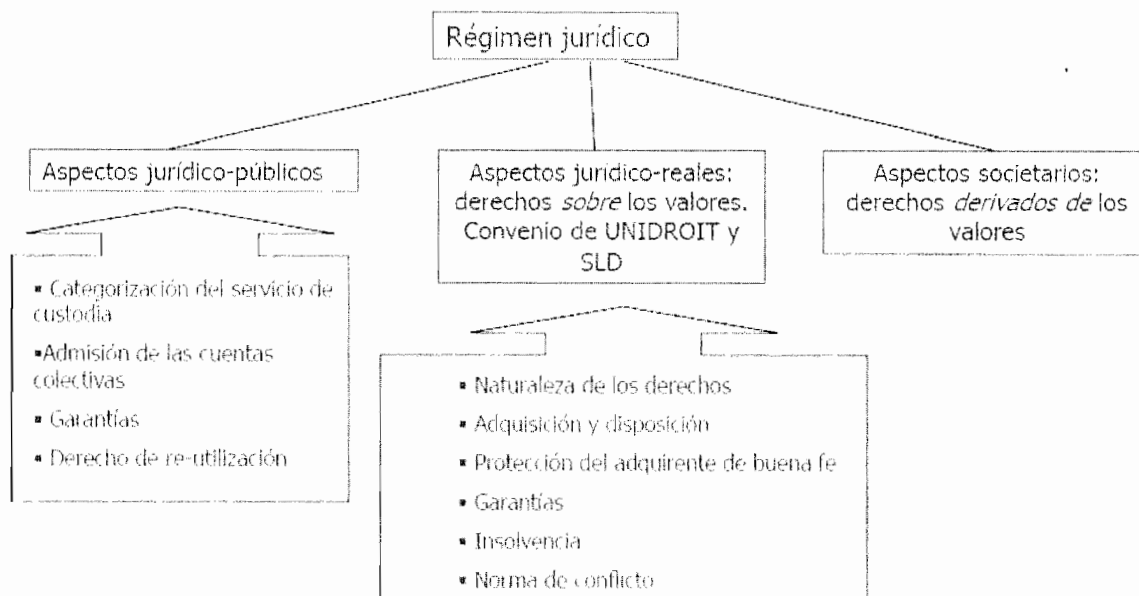
valores a nivel global enfrenta otro reto, y es cómo se compensan los valores que son negociados en jurisdicciones hermanas, es decir un valor nacional de un país, que sea negociado en otro país, y que por su naturaleza o características, sea registrado y compensado en otro país. Así sería la gráfica-Situación en España. (Similar a la de las otras jurisdicciones).



Valores españoles negociados en el extranjero.



En este mismo orden de ideas, se hace importante hablar sobre el Régimen Jurídico de éstos valores, y como surgen y se ejercen los derechos de los participantes, y los reales inversionistas o clientes de los participantes de una central de valores. Así el Prof. Garcíamartin nos las gráficas de la siguiente manera:



- Segunda forma de representación de los Valores:

Una segunda forma de representación de los valores mobiliarios que se presenta en las distintas jurisdicciones es el sistema de “Valores nominativos vs. Los Valores al Portador”. Bajo este sistema de registro y tenencia se presentan o perfilan tres retos importantes:

- a. La llevanza de un libro de registros por parte del emisor,
- b. Posibles problemas de desfases o desajuste.
- c. El derecho de conocer la identidad de los accionistas

Estos tres retos o temas son los principales que a consideración del Prof. Garciamartin se deben de tomar en consideración dentro del sistema de representación. En Panamá en materia de valores que se encuentren registrados, sólo se permite la tenencia y registro de los valores nominativos, teniendo esto como consecuencia que se superan los retos y se mitigan los riesgos que se puedan presentar en relación con la llevanza de los libros de registro, los problemas de desfase en relación con el libro que llevan los agentes de registro, y por ende, el

derecho que tienen cada uno de los emisores de conocer la identidad de sus accionistas.

Se puede llegar a la conclusión, de que cada uno de los sistemas que se rigen en nuestros países de Iberoamérica, deben guardar un estándar mínimo de protección en relación a los temas de tenencia, registro, compensación y liquidación de los valores, incluyendo temas tales como, pero sin limitar;

- Naturaleza de los derechos de los inversores,
- Circulación y garantías reales (prendas o repos).
- Responsabilidad del intermediario o custodio
- Relación con los emisores
- Temas de Importancia Internacional como lo es una buena interconexión de negociación entre los sistemas que se encuentran interconectados.

2. La Firmeza en la Compensación, Liquidación y Registro.

Este segundo tema de realce abordado en ambas jornadas de los días 9 y 10 de mayo de 2012, estuvo a cargo del Licdo. Jesualdo Domínguez-Alcahud, y en su momento nos explicaba cómo surge la iniciativa de hacer una revisión de la normativa existente en relación con este tema. La respuesta era obvia, posterior a la crisis financiera del 2008, surgieron una serie de debilidades relacionadas con los mercados de derivados OTC.

El propósito de ésta nueva reforma que se encuentra a discusión, a criterio del Licdo. Dominguez-Alcahud es reducir el riesgo sistémico incrementando la seguridad y la eficiencia de los mercados de derivados OTC; haciendo mayor énfasis en temas de:

- a. Transparencia,
- b. Riesgo de contrapartida,
- c. Riesgo operativo,
- d. Regulación de las CCP's y TR's

La nueva propuesta de regulación del Parlamento Europeo y del Consejo sobre operaciones con derivados (OTC) y Entidades de Contrapartida Central (CCP) y el "Trade Repositories" (TR) abarca los siguientes puntos a saber:

1. Obligaciones de compensación y reporte.

- Obligación de compensación centralizada
- Contrapartes no financieras
- Operaciones intragrupo
- Procedimiento para el establecimiento de la obligación de compensación

- Acceso a la CCP
- La obligación de reporte y Sanciones

2. Requisitos de las CCPs.

- a. Autorización.
- b. Organizativos.
- c. Normas de conducta.
- d. Prudenciales.
- e. Interoperabilidad.

3. Almacenes de contratos (TRs).

4. Plazos de aplicación y revisión.

- En este mismo sentido, la propuesta de regulación del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la liquidación en la Unión europea y los Depositarios Centrales de Valores (CSDs) y modificación de la Directiva 98/26/EC sobre Firmeza. ECSDA, abarcan temas como:

- ∂ Liquidación y Registro de valores (servicio notarial, depósito central de valores, liquidación y registro)
- ∂ Autorización y supervisión de CSDs
 - Autoridad responsable para autorización y supervisión,
 - Requisitos y procedimiento para la autorización de los CSD's
 - Supervisión de los CSD's
- ∂ Provisión del servicio en otro Estado miembro de la U.E.
- ∂ Relaciones con terceros países,
- ∂ Reglas de conducta,
- ∂ Requisitos para la prestación de los servicios de los CSDs (bancos y no bancos),
- ∂ Normas Prudenciales,
- ∂ Requisitos para unir CSDs,
- ∂ Conflicto de normas (artículo 46)
- ∂ Acceso
 - De los emisores
 - Entre CSD's
 - Entre CSD's y otras infraestructuras del mercado.
- ∂ Sanciones

3. Tendencias Internacionales sobre Registro, Compensación y Liquidación.

Este tema estuvo a cargo del Licdo. Nabil Miguel, ex -superintendente de Bolivia, el cual nos hace énfasis en lo explicado en su momento por el Licdo. Lobianco en

representación de la Comisión Nacional de Valores de Brasil, y por el representante de Chile, Vicente Lazen.

Empezó su participación indicando que los sistemas de compensación y liquidación son de gran importancia para la estabilidad y eficiencia del Sistema Financiero, cuyas reformas se han ido perfilando hacia temas como seguridad y eficiencia de los mecanismos de pago, registro, compensación y liquidación.

Los esfuerzos de los Organismos Internacionales (IOSCO, Comunidad Europea) entre otros, se han concentrado en mejorar la seguridad y eficiencia de éstos mecanismos de pago, liquidación, registro y compensación, limitando así el riesgo sistémico, promoviendo la transparencia y la estabilidad en el sistema.



Existen otros tipos de Riesgos que pueden enfrentar las entidades encargadas de la post-contratación, elemento que se debe tener en cuenta en toda regulación.

Tenemos que tener en consideración, que si bien es cierto estas entidades son autorreguladas, el rol que desempeñan dentro del mercado de valores es de suma importancia para el sistema, teniendo gran responsabilidad al momento de ejercer su función dentro del mismo sistema de post-contratación.

De esta forma se hace interesante revisar y analizar los distintos tipos de riesgos que pueden enfrentar éstas entidades, sin perder de vista su rol dentro del mercado. Una falla dentro del sistema de post-contratación y puede declinarse en un riesgo sistémico de niveles considerables

- **Riesgo Legal;**

RIESGO

- El régimen jurídico no respalde plenamente el Sistema de Compensación y Liquidación.
- Aplicación imprevista de una ley o regulación .
- Aplicación de marcos legales diferentes a una operación, actividad y/o participante.
- Vacíos o ambigüedad normativa sobre el Sistema de Liquidación y Compensación.

TENDENCIA/REGULACIÓN

- Definición clara por parte de la normativa para evitar el riesgo legal.
- Base Jurídica que respalde las actividades de las FMI.
- Firmeza y definición legal para la liquidación y compensación.
- Exigibilidad de los procedimientos y de las reglas que apliquen las FMI en temas de compensación y liquidación.

- **Riesgo de Capital;**

RIESGO

- Cuando el participante (comprador o vendedor) pierda el valor total de su operación.
- Cuando los Valores o los fondos que son exigibles a una parte se entreguen pero a cambio esta no reciba los Valores o fondos que se le adeuden.

TENDENCIA/REGULACIÓN

- Mecanismos de DVP adecuadamente implementados.
- Normas de admisión de miembros en calidad de participantes.
- Préstamo de Valores.
- Limitar la posición deudora que un participante pueda generar.
- Emplear ciclos de liquidación múltiples durante el día a fin de reducir el tamaño de las obligaciones pendientes.

Algunos Mecanismos que son de gran ayuda para la mitigación de los riesgos;

Requisitos de Admisión de Miembros	Topes Deudores Netos	Ciclos de Liquidación Intradía o Múltiples	Préstamo de Valores
La admisión de miembros suele implicar la satisfacción de niveles mínimos de capacidad financiera (capital regulado), experiencia en gestión y capacidad operativa y técnica. Los sistemas de liquidación en si mismos pueden fijar requisitos adicionales o requisitos mínimos más elevados que aquellos exigidos por el ente regulador pertinente de los Participantes.	Ciertos sistemas de liquidación imponen límites al nivel de operaciones del Participante. Los topes deudores netos o topes operativos ayudan a asegurar que el riesgo creado por un Participante se encuadre dentro de parámetros establecidos.	Los sistemas que responden a los modelos 2 ó 3 del mecanismo del DVP emplean un proceso de neteo para determinar la obligación del Participante al final del ciclo. Las sumas adeudadas por los Participantes se reducen en gran medida a través del uso de procedimiento de neteo. Sin embargo, contar con ciclos múltiples durante el día genera la probabilidad de reducir aún mas la cantidad de obligaciones de liquidación pendientes, así como el riesgo sistémico y el riesgo de liquidez asociados.	El grupo de los treinta, La Asociación Internacional de Servicios de Valores (ISSA) y la Task Force CPSS-IOSCO recomendaron estimular el mecanismo de préstamo de Valores como un medio de hacer más expedita la liquidación de las operaciones con Valores

Fuente: EDV-Bolivia

- **Riesgo de Costo de Reposición;**

RIESGO

- Es el riesgo de perder ganancias no realizadas por operaciones no liquidadas.
- Cuando una operación no se liquida, el participante cumplidor puede encontrarse en posición de tener que recurrir al mercado para completar la transacción no realizada.

TENDENCIA/REGULACIÓN

- Debe existir un marco sólido para gestionar el riesgo de los participantes así como los relativos a los procesos de pago, compensación y liquidación.
- Deben existir reglas y procedimientos claros sobre la asignación de los costos de reposición.
- Fondos de Garantía; aportes adicionales de los miembros.
- Derechos de retención de activos del participante que hubiera incumplido su obligación.

- **Riesgo de Liquidez;**

RIESGO

- **Es el riesgo de que un participante no entregue los fondos o Valores a su contraparte en el momento de la liquidación, debiendo la contraparte tomar medidas correctivas para afrontar la falta de los fondos o de los Valores que necesita para cumplir sus obligaciones.**

TENDENCIA/REGULACIÓN

- **Una FMI deberá medir, controlar y gestionar su riesgo de liquidez y mantener recursos netos suficientes para realizar liquidaciones intradía o en el mismo día.**
- **Una FMI deberá contar con herramientas eficaces para identificar, medir y controlar su liquidez de manera continua y oportuna.**
- **Deben existir reglas y procedimientos claros que permitan recurrir a un préstamo o a la liquidación de activos para completar los pagos.**

Dentro de la exposición realizada por el Licdo. Vicente Lazen, nos parece importante rescatar ciertas aportaciones de gran interés para las distintas jurisdicciones, incluyendo Panamá; específicamente a saber cómo debe ser administrado el riesgo por estas entidades llamadas a desempeñar la liquidación, compensación, tenencia y registro de los valores mobiliarios

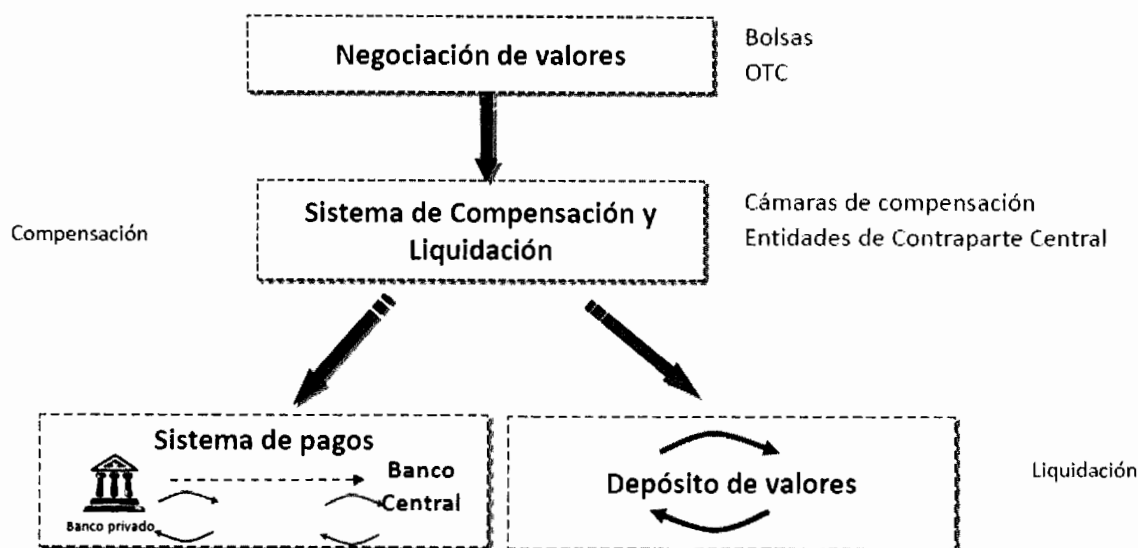
Dentro de la Gestión de riesgos que pueden afrontarse se encuentran:

- a. Riesgos de Contraparte,
- b. Riesgos de Crédito y liquidez

La forma en como los mismos pueden ser mitigados es a través de los sistemas de garantías individuales y colectivas presentada y exigidas a los participantes de las centrales; y con la existencia de procedimientos claros ante la falta de efectivo o la presentación de un déficit de valores.

De igual forma se hace necesario que dentro de toda legislación se encuentren de forma clara las sanciones correspondientes en caso e alguna falta o infracción a alguna reglamentación, como la cooperación internacional en materia de negociaciones internacionales, y parámetros claros en relación con la gobernanza.

Bases de la compensación y liquidación:



Garantías Individuales;

Este tipo de garantías individuales se emplean por lo general para cubrir el riesgo de crédito (otras legislaciones se permite el reemplazo o incluso la restitución) y de liquidez.

Los criterios utilizados para este tipo de garantías es a través de un modelo Value at Risk, VaR o similares con frecuencia diaria (en la mayoría de los países) o con frecuencia intradiaria (vg. Brasil, Chile, Argentina).

Por lo general, en las mayorías de las jurisdicciones, las garantías son valoradas a precio de mercado al menos en forma diaria y deben de cumplir con un principio general básico de frecuencias. Importante se hace mencionar, que se permiten niveles de diversificación, es decir la presentación de efectivos y títulos de deuda. En otros países como Brasil, México y Chile se permiten las acciones de presencia bursátil.

Garantías Colectivas

Estas garantías no se encuentran consagradas en todas las jurisdicciones; las mismas son utilizadas con dos objetivos a saber:

- Cubrir riesgo de crédito (reemplazo) y liquidez en escenarios de crisis (vg. Brasil, Chile, México, Portugal).

- Cubrir riesgo de crédito (reemplazo) y liquidez en escenarios normales (vg. Perú, Bolivia, Argentina, Costa Rica, España, Paraguay)
- En algunos países existe un fondo de reserva adicional (vg. Chile, México)

Sanciones;

- Atrasos en el cumplimiento de las obligaciones (que finalmente es cumplida) son sancionados en mayor o menor grado en casi todos los sistemas.
- Incumplimiento definitivo (vg. suspensión o cancelación del participante en Chile, Nicaragua, México o Panamá)
- Fallas Operacionales (vg. Sanciones, multas y eventualmente suspensión (como en Bolivia en este último caso).
- Precios Punitivos, costos del préstamo de valores (vg. Costa Rica, el Salvador)

Relaciones Transfronterizas.

En relación con este punto se puede mencionar;

1. Entidades extranjeras pueden compensar en algunos países como Chile, Colombia, Portugal, Argentina.
2. No existen mayores restricciones a la admisión de depositantes extranjeros.
3. En general, los valores se mantienen en el depósito del país de origen del emisor. Se pueden depositar valores a través de custodios internacionales y entidades de depósito extranjeras (vg. MILA) o custodios locales (Argentina, Colombia, Chile, México, Perú, Portugal, España).

Principios de Gobernanza

Propiedad de los sistemas de post-contratación usualmente obedecen a un arreglo de control vertical y generalmente éste es con fines de lucro.

- Mercados y bolsas
- Intermediarios bursátiles
- Bancos
- Inversionistas institucionales

Algunas sociedades administradoras de sistemas o sus sociedades holding se negocian en bolsa. (vg. BME, CAVALI, MERVAL, BM&F BOVESPA)

Diversas restricciones de acceso al mercado como operador.

Restricciones a la propiedad (vg. España, Perú)